

腾讯控股 (700 HK)

腾讯 MaaS：提供一站式行业大模型解决方案

腾讯 6 月 19 日披露其行业大模型解决方案的最新进展。公司未来将提供一站式的 MaaS（模型即服务）解决方案，使企业能够以较低成本打造大模型及 AI 应用。我们预计腾讯将从其大模型发展中受益：1) 腾讯 MaaS 产品将创造新的收入来源，在长期推动腾讯云收入增长；2) 腾讯的旗舰 SaaS 产品如腾讯会议将使用大模型能力进一步改善用户体验；3) 大模型未来也将应用于腾讯其他业务（如游戏和广告等），拉动业务增长。长期看，我们看好腾讯 AI 业务发展，主因其丰富的应用场景、充足的用户数据以及较强的数字基础设施。我们维持“买入”评级及目标价 455 港元。

■ **一站式行业大模型解决方案满足企业 AI 需求。**基于腾讯云 TI 平台，腾讯推出一站式行业大模型解决方案，帮助企业以更具成本/时间效率的方式打造行业大模型和 AI 应用。腾讯行业大模型解决方案主要分为三层：1) MaaS：提供大模型微调、训练和应用等模型服务；2) TI 平台：提供数据标注和 AI 加速组件等工具，支持并加速企业大模型开发；3) 技术底座：包括腾讯云高性能计算集群（HCC）和腾讯云内置的多个行业大模型。在腾讯强大数字基础设施、丰富 AI 应用场景和一站式模型服务能力的支持下，我们认为腾讯有机会把握中信企业 AI 转型期间的商业化机会。

■ **AI 能力赋能腾讯 SaaS 产品。**腾讯还宣布将大模型能力应用于其旗舰 SaaS 产品：1) 腾讯会议将推出 AI 助手，可以提取关键会议信息和分析会议内容等；2) 腾讯企点将基于大模型提升客服能力和数据分析效率；3) 腾讯云 AI 代码助手将基于大模型升级，进一步提升开发效率。展望未来，我们预计腾讯还将把 AI 应用扩展到游戏、广告和短视频等其他业务。AI 将帮助腾讯提升用户体验并降低成本，驱动业务增长。

■ **看好腾讯 AI 长期发展前景。**我们看好腾讯 AI 发展前景，主因：1) 腾讯拥有广泛的 AI 应用场景；2) 具备丰富 C 端和 B 端数据用于模型训练；3) 先进的云基础设施；4) 对机器学习、AI 和大模型的长期投入积累。尽管我们预计短期内大模型不会为公司带来可观收入贡献，但随着越来越多企业使用和打造大模型，我们预计 MaaS 业务有望在长期推动腾讯云的收入增长。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	560,118	554,552	613,195	668,542	720,198
同比增长 (%)	16.2	(1.0)	10.6	9.0	7.7
毛利率 (%)	43.9	43.1	44.7	45.4	46.3
调整后净利润(百万人民币)	123,788.0	115,649.0	142,333.0	165,655.3	185,752.3
同比增长 (%)	0.9	(6.6)	23.1	16.4	12.1
调整后每股收益(人民币)	12.99	12.13	14.70	17.11	19.18
一致预期每股收益(人民币)	12.99	12.13	14.89	17.54	20.17
市销率(倍)	5.2	5.2	4.7	4.3	4.0
市盈率(倍)	18.1	14.1	21.8	19.5	16.5

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价 港元 455.00
(此前目标价 港元 455.00)
潜在升幅 27.4%
当前股价 港元 357.20

中国互联网

贺赛一, CFA
(852) 3916 1739
hesaiyi@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

陶冶
franktao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	3,251,286.6
3 月平均流通量(百万港元)	7,448.2
52 周内股价高/低(百万港元)	415.00/190.72
总股本(百万)	9484.5

资料来源：FactSet

股东结构

MIH TC	26.9%
Advance Data Services Limited	8.4%

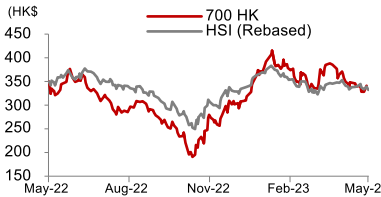
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-7.6%	-1.8%
3 - 月	-8.3%	-2.1%
6 - 月	23.6%	14.0%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

腾讯大模型进展更新

腾讯行业大模型解决方案主要分为三层：1) MaaS：提供大模型微调、训练和应用等模型服务；2) TI 平台：提供数据标注和 AI 加速组件等工具，以支持并加速大模型开发；3) 技术底座：包括腾讯云高性能计算集群（HCC）和腾讯云内置的多个行业大模型。

图 1：腾讯：一站式行业大模型解决方案



资料来源：腾讯，招银国际环球市场

腾讯还宣布将大模型能力应用于其旗舰 SaaS 产品：1) 腾讯会议将推出 AI 助手，可以提取关键会议信息和分析会议内容等；2) 腾讯企点将基于大模型提升客服能力和数据分析效率；3) 腾讯云 AI 代码助手将基于大模型升级，进一步提升开发效率。

图 2：腾讯：大模型在 SaaS 产品应用

SaaS 产品	大模型应用
腾讯会议	推出覆盖会议全流程的 AI 小助手，通过简单自然的指令，完成信息提取、内容分析、会管会控等多种复杂任务；会后，AI 助手还能自动生成智能总结摘要，帮助高效回顾，提升开会和信息流转效率。
腾讯企点	新一代智能客服具备快速学习和智能回答的能力，可提供精准回复和丰富回答；企点分析 AI 助手，通过标准化数据采集和治理，以业务视角提出问题并快速获得可视化图表结果，大幅提升数据分析效率。
腾讯云 AI 代码助手	覆盖开发关键流程，包括沟通、编码、排错、评审和调优，高效承接机械性工作，释放开发者精力，使其专注代码创作。同时，代码助手可基于正负反馈，不断训练调优代码生成过程，实现工具持续改进。

资料来源：腾讯，招银国际环球市场

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	482,064	560,118	554,552	613,195	668,542	720,198
销售成本	(260,532)	(314,174)	(315,806)	(338,851)	(364,967)	(386,900)
毛利润	221,532	245,944	238,746	274,345	303,575	333,298
运营费用	(37,295)	25,676	(3,040)	(101,934)	(120,844)	(129,133)
销售费用	(33,758)	(40,594)	(29,229)	(30,660)	(35,433)	(36,730)
行政费用	(67,625)	(89,847)	(106,696)	(105,470)	(123,680)	(129,636)
其他	64,088	156,117	132,885	34,195	38,269	37,233
运营利润	184,237	271,620	235,706	172,410	182,731	204,164
应占联营公司的 (亏损) / 溢利	3,672	(16,444)	(16,129)	320	320	320
利息收入	6,957	6,650	8,592	7,929	11,215	9,367
利息支出	(7,887)	(7,114)	(9,352)	(10,963)	(11,063)	(2,692)
税前利润	180,022	248,062	210,225	161,767	171,988	201,792
所得税	(19,897)	(20,252)	(21,516)	(29,118)	(23,218)	(26,102)
税后利润	160,125	227,810	188,709	132,649	148,770	175,690
非控股权益	(278)	(2,988)	(466)	(328)	(367)	(413)
净利润	159,847	224,822	188,243	132,322	148,402	175,277
调整后净利润	122,742	123,788	115,649	142,333	165,655	185,752
总股息	12,653	12,704	20,256	16,374	18,364	20,645

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	317,647	484,812	565,989	581,068	656,437	825,351
现金与现金等价物	152,798	167,966	156,739	337,274	331,066	509,381
应收账款	44,981	49,331	45,467	48,574	51,369	53,678
存货	814	1,063	2,333	1,872	1,939	2,047
预付款项	40,321	65,390	76,685	32,204	82,952	37,380
短期银行存款	68,487	83,813	104,776	127,294	154,105	185,913
以公允价值计入损益的资产	6,593	10,573	27,963	29,361	30,829	32,371
其他流动资产	3,653	106,676	152,026	4,488	4,177	4,581
非流动资产	1,015,778	1,127,552	1,012,142	1,058,838	1,132,469	1,178,078
物业及厂房及设备 (净额)	59,843	61,914	53,978	71,813	85,919	97,275
递延税项	21,348	26,068	29,882	20,435	34,424	24,674
合资及联营公司投资	305,258	323,188	252,715	264,094	275,842	287,948
无形资产	159,437	171,376	161,802	190,451	217,107	241,638
以公允价值计入损益的资产	165,944	192,184	206,085	206,085	206,085	206,085
其他非流动资产	303,948	352,822	307,680	305,960	313,092	320,458
总资产	1,333,425	1,612,364	1,578,131	1,639,906	1,788,906	2,003,430
流动负债	269,079	403,098	434,204	352,359	353,927	404,259
短期债务	14,242	19,003	22,026	18,153	19,552	20,727
应付账款	94,030	109,470	92,381	125,885	106,853	137,405
应付税款	12,134	12,506	13,488	14,854	15,678	16,288
其他流动负债	144,851	256,673	299,955	187,113	205,489	223,485
租赁负债	3,822	5,446	6,354	6,354	6,354	6,354
非流动负债	286,303	332,573	361,067	383,285	394,562	405,690
长期债务	112,145	136,936	163,668	164,560	164,829	164,909
应付公司债	122,057	145,590	148,669	154,244	157,136	158,609
递延收入	6,678	4,526	3,503	13,554	14,599	15,476
其他非流动负债	45,423	45,521	45,227	50,927	57,999	66,695
总负债	555,382	735,671	795,271	735,644	748,489	809,948
留存收益	538,464	669,911	705,981	827,055	962,843	1,115,494
其他储备	165,520	136,388	15,410	15,410	15,410	15,410
股东权益总额	703,984	806,299	721,391	842,465	978,253	1,130,904
少数股东权益	74,059	70,394	61,469	61,797	62,164	62,577
总负债和股东权益	1,333,425	1,612,364	1,578,131	1,639,906	1,788,906	2,003,430

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	180,022	248,062	210,225	161,767	171,988	201,792
折旧摊销	50,774	56,818	60,230	55,298	67,986	78,921
税款	(19,897)	(20,252)	(21,516)	(29,118)	(23,218)	(26,102)
营运资金变化	27,423	(2,844)	(28,405)	110,463	(54,266)	91,702
其他	(44,203)	(106,598)	(74,443)	0	0	(8,446)
净经营现金流	194,119	175,186	146,091	298,410	162,489	337,867
投资现金流						
资本开支	(33,906)	(34,931)	(33,892)	(36,727)	(39,241)	(41,428)
收购与投资	(108,665)	(117,642)	59,711	(24,556)	(60,835)	(43,476)
处理短期投资所得现金	15,376	0	0	0	0	0
其他	(54,760)	(25,976)	(130,690)	(65,054)	(69,507)	(73,380)
净投资现金流	(181,955)	(178,549)	(104,871)	(126,338)	(169,584)	(158,284)
融资现金流						
净借贷	44,490	45,239	31,982	9,659	12,456	12,035
发行股票所得现金	1,716	0	0	0	0	0
其他	(32,559)	(23,619)	(91,935)	(1,196)	(11,570)	(13,303)
净融资现金流	13,647	21,620	(59,953)	8,463	887	(1,268)
净现金流变动						
年初现金	132,991	152,798	167,966	156,739	337,274	331,066
汇率变动	(6,004)	(3,089)	7,506	0	0	0
年末现金	152,798	167,966	156,739	337,274	331,066	509,381
增长率						
年结 12 月 31 日						
销售收入	27.8%	16.2%	(1.0%)	10.6%	9.0%	7.7%
毛利润	32.2%	11.0%	(2.9%)	14.9%	10.7%	9.8%
经营利润	55.2%	47.4%	(13.2%)	(26.9%)	6.0%	11.7%
净利润	71.3%	40.6%	(16.3%)	(29.7%)	12.2%	18.1%
调整后净利润	30.1%	0.9%	(6.6%)	23.1%	16.4%	13.6%
盈利能力比率						
年结 12 月 31 日						
毛利率	46.0%	43.9%	43.1%	44.7%	45.4%	46.3%
营业利润率	38.2%	48.5%	42.5%	28.1%	27.3%	28.3%
调整后净利润率	25.5%	22.1%	20.9%	23.2%	24.8%	25.8%
股本回报率	28.1%	29.8%	24.6%	16.9%	16.3%	16.6%
资产负债比率						
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	0.1	0.2	0.2	(0.0)	0.0	(0.1)
流动比率 (倍)	1.2	1.2	1.3	1.6	1.9	2.0
应收账款周转天数	34.1	32.1	29.9	28.9	28.0	27.2
估值指标						
年结 12 月 31 日						
市盈率	23.2	18.1	14.1	21.8	19.5	16.5
市盈率 (摊薄)	23.6	18.4	14.3	22.2	19.8	16.8
市帐率	5.3	5.0	3.7	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。